

LA CONSULENZA BANCARIA
NELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA
IN TEMA DI “RICAMBIO GENERAZIONALE”

Introduzione

CAPITOLO 1

- 1.1 Il contesto produttivo italiano
- 1.2 Il rapporto banca impresa

CAPITOLO 2

Le operazioni di finanzia straordinaria nella successione generazionale :

“Il Family Buy Out”

- 2.1 Il binomio impresa famiglia
- 2.2 I problemi connessi alla successione generazionale
 - 2.1.1 Il LBO
 - 2.1.2 Il FBO

- 2.3 Le fonti di finanziamento
 - 2.3.1 Il capitale di rischio
 - 2.3.2 Il debito senior
 - 2.3.3 Il prestito obbligazionario
 - 2.3.4 Il prestito mezzanino
- 2.4 Le operazioni di finanzia strutturata
 - 2.4.1 Il project finance
 - 2.4.2 La securitization

CAPITOLO 3

Il ruolo dell'intermediario finanziario nelle operazioni di finanza straordinaria

Premessa

- 3.1 L'intermediario advisor e l'intermediario arranger
- 3.2 L'intermediario finanziatore
- 3.3 L'intermediario collocatore
- 3.4 L'intermediario conferente risorse a titolo di rischio

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Nelle imprese familiari in cui è presente un numero elevato di eredi, assume concretezza il rischio che, l'insorgenza dei conflitti e delle tensioni nella fase successoria, possa minacciare la riuscita del ricambio generazionale.

In simili scenari, uno degli strumenti che si presta ad assicurare la governabilità della struttura è il family buy out: esso attribuisce la facoltà di uscita dall'impresa di famiglia a quei soci-successori che non intendono più farne parte, senza che ciò modifichi la struttura proprietaria o di controllo preesistente.

Il fenomeno della successione imprenditoriale nell'impresa familiare risulta spesso problematico e complesso, richiedendo così una adeguata pianificazione e conoscenza delle alternative strategiche operative ideali a realizzarla.

Partendo da questa analisi, il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare il FBO e come la banca lavori in queste operazioni.

Dopo un'analisi del contesto produttivo italiano, con particolare attenzione alla natura imprenditoriale italiana e una attenta riflessione sull'evoluzione del rapporto tra imprese e banche, si passa ad esaminare le forme più comuni di strumenti utili per un'impresa che deve affrontare il delicato passaggio generazionale.

In particolare, nel secondo capitolo è descritta l'operazione del family buy-out e le fonti di finanziamento. Il lavoro si chiude con una osservazione sull'operato della banca nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria.

Secondo stime UE, si prevede che circa 1,5 milioni di imprese scompariranno a causa di un'errata programmazione della successione imprenditoriale e, al contempo, occorre

considerare che la probabilità di successo, nel trasferimento dell'impresa all'interno della famiglia, è sei volte maggiore rispetto all'entrata di nuovi soggetti.

Pertanto, emerge con forza l'importanza del ruolo di un'adeguata pianificazione e conoscenza delle alternative strategiche ed operative ideali a realizzarla.

CAPITOLO 1

1. 1 Il contesto produttivo italiano

Il sistema produttivo italiano è caratterizzato dalla presenza di poche *large corporation*, da una quota prevalente di imprese di medio-piccola dimensione e da numerosissime attività classificabili come microimprese che evidenziano come il baricentro del sistema è spostato verso la dimensione medio-piccola. Un aspetto fondamentale è che queste aziende tendono a rimanere nella loro dimensione, ma è in queste che il PIL italiano trova la sua voce predominante. Il problema principale di queste tipo di imprese è, senza dubbio, la sottocapitalizzazione, collegato a un basso potere contrattuale nei mercati di approvvigionamento. Inoltre le grandi imprese sono perlopiù a conduzione familiare e questo comporta una serie di vincoli e condizionamenti con il sistema finanziario. Se si esclude quindi la categoria delle grandi imprese e ci concentriamo sulle medie e piccole e micro imprese, le realtà problematiche si riscontrano soprattutto nel supporto gestionale e finanziario.

Oltre alla caratteristica dimensionale, un'altra peculiarità del sistema industriale italiano è i modelli di proprietà, che sono di carattere familiare e anche strutturate in forma di gruppo formale e informale. Il controllo dell'impresa è esercitato

principalmente attraverso la proprietà diretta ed esclusiva delle stesse; al controllo assoluto si è affiancata la tecnica del gruppo (la forma più diffusa tra le imprese industriali), consentendo un impegno più modesto di capitali propri e un più abbondante afflusso di quelli di credito; il controllo su base familiare è esclusivo delle piccole-medie e micro imprese, esercitato quindi da membri della stessa famiglia che hanno il compito di risolvere eventuali conflitti d'interesse e eventuali ricambi generazionali. Un'altra modalità di controllo è quella dei patti di sindacato: i legami fra i soci sono rafforzati da clausole che restringono la libertà di trasferimento di azioni. Risalta, dunque, nel nostro sistema, la scarsa separazione fra proprietà e controllo tipica invece dei sistemi anglosassoni.

Questo forte accentramento dei modelli proprietari ha dei vantaggi e svantaggi. I primi sono riconducibili a una immediata identificazione della missione aziendale, a un'elevata capacità di indirizzo e coordinamento e a una elevata capacità di governo (soprattutto se si opera in contesti limitati). I secondi sono evidenziabili nei limiti evidenti quando le variabili economiche, su cui si gioca la sfida competitiva, sono più complesse.

In molti casi la diffusione del capitalismo familiare ha numerose implicazioni sia per quanto riguarda gli aspetti finanziari sia per quanto riguarda la gestione strategica e operativa e i relativi processi di sviluppo quali-quantitativo.

L'intreccio tra patrimonio societario e patrimonio personale e l'accavallamento tra proprietà e gestione possono determinare un uso non ottimale delle risorse a disposizione dell'imprenditore, che non riesce a diversificare nel modo adeguato gli investimenti mantenendo una gestione prudentiale delle risorse e così non massimizza il valore di mercato dell'impresa perdendo in realtà la possibilità di effettuare gli investimenti profittevoli, considerati da lui troppo rischiosi. Un altro aspetto negativo è da collegare alla chiusura che un imprenditore proprietario ha verso l'ampliamento del

capitale azionario. In questi casi si tende a mantenere la proprietà nell'ambito del gruppo familiare cercando di evitare qualsiasi forma di condivisione nel potere decisionale. Si può affermare che questo è uno dei consistenti limiti alla crescita delle imprese nella realtà italiana, visto che si evita di allargare la compagine azionaria e di rivolgersi al mercato per l'acquisto di risorse a titolo di capitale di rischio. Dei riflessi negativi si possono manifestare, in modo notevole, quando si aspira a mantenere il potere decisionale nell'ambito familiare, soprattutto quando si attua un processo di ricambio generazionale. Infatti non si ha una precisa constatazione delle effettive capacità e della preparazione degli eredi.

Le maggiori criticità non sono attinenti al modello manageriale adottato, ma fanno riferimento alle forme di finanziamento a cui esse attengono e di conseguenza alla relativa struttura finanziaria. In Italia la principale forma di finanziamento è costituita dalle banche, infatti le imprese, invece di reperire autonomamente sul mercato i capitali, preferiscono prestiti bancari, prevalentemente a breve termine. In tal modo non si diventa capaci di cogliere le opportunità di crescita e di sviluppo. Questa dipendenza "cronica" dal debito bancario è da porre in relazione con l'evoluzione storica del sistema finanziario italiano e con l'azione delle politiche adottate dallo Stato. Quest'ultimo ha da sempre incentivato le imprese a rincorrere al sistema finanziario bancario, che come detto in precedenza, ha da sempre rappresentato il principale strumento di raccolta di risorse finanziarie.

La previsione di incentivi all'indebitamento finanziario, affiancati da forme di agevolazione fiscale, ha progressivamente ridotto il costo medio ponderato del capitale e assecondato le politiche di provvista orientate al debito bancario, le quali per lungo periodo sono state sostenute anche da una favorevole dinamica inflattiva.

Il rapporto tra le imprese e il sistema finanziario si è quindi per lungo tempo qualificato per la specificità” basso orientamento al mercato-alto orientamento al debito bancario”.

Con l’ ingresso nell’Unione Europea, abbiamo assistito a un cambiamento nelle scelte di policy dell’attore pubblico e un ammodernamento del sistema finanziario, con l’obiettivo di incentivare, da una parte, il sistema delle imprese a equilibrare il proprio equilibrio nella struttura finanziaria (miglior rapporto tra capitale di debito e mezzi propri), dall’altra, di creare una maggiore massa critica di capitali destinati all’attività industriali seguendo una politica di sostegno alla competitività del sistema paese.

I principali strumenti utilizzati sono stati: il ricorso alla leva fiscale, impiegato affinché crescessero i mezzi propri delle aziende per un miglior rapporto indebitamento/solidità finanziaria; la nascita di un moderno mercato dei capitali con la privatizzazione della borsa valori, che ha contribuito a sviluppare i circuiti del mercato mobiliare; lo sviluppo del comparto equity; la diversa concezione di finanza agevolata, passando da un sistema a finanziamento a pioggia a una logica di finanziamenti mirati volti a premiare i progetti imprenditoriali migliori.

Tutto ciò assume una valenza significativa se si pensa al contesto ampliato dell’area economica europea e alla globalizzazione dei mercati reali e dei capitali, dove le imprese italiane operano, perché si conferisce quella solidità finanziaria di cui le imprese hanno bisogno per rispondere alle sfide competitive della crescita dimensionale, dell’internazionalizzazione, dello sviluppo della qualità, della gestione della tecnologia e del processo di ricerca e innovazione. Al giorno d’oggi per risultare vincenti sul mercato, non basta un’idea innovativa, ma bisogna avere la giusta combinazione di risorse di equity e di debito. Abbiamo assistito quindi al passaggio dal binomio “debito-banche” al trinomio “debito-banche-mercato”.

Successivamente ho riportato una tabella con il numero delle imprese divise in base agli addetti che vi operano. Risalta subito come le micro, piccole e medie siano in numero nettamente maggiore rispetto alle large.

Imprese e addetti per classi di addetti e settore di attività economica – Anno 2012

CLASSI DI ADDETTI	Totale	
	Imprese	Addetti
1	2.652.879	2.479.417
2-9	1.576.851	5.323.954
10-19	134.201	1.755.786
20-49	53.313	1.585.234
50-249	21.606	2.088.952
250 e più	3.602	3.488.868
Totale	4.442.452	16.722.210
<i>Fonte: Istat, Registro Statistico delle Imprese Attive (Asia)</i>		

1.2 Il rapporto banca-impresa

La valutazione del sistema finanziario italiano per le imprese, in particolare per le piccole medie imprese, è sviluppata seguendo linee di giudizio alla operatività, negli anni, dei policy maker italiani, del grado di sfruttamento dello spazio economico potenziale e del grado di sviluppo del sistema finanziario nel suo complesso. Il tutto è necessario per definire in modo complessivo, sotto l'aspetto qualitativo e quantitativo, la relazione esistente tra mercato, operatori, strumenti e mercati finanziari.

L'analisi dell'evoluzione storica del rapporto fra sistema finanziario e quello imprenditoriale è indispensabile per comprendere le dinamiche attuali e le prospettive future del rapporto e anche le scelte compiute dagli operatori del sistema.

Il comparto industriale italiano, dal periodo post bellico ad oggi, ha attraversato vari periodi scanditi dalle scelte di gestione del management aziendale, dai riflessi sull'economia nel suo complesso e da politiche intraprese dai policy maker. Questo percorso evolutivo ha modificato oltre che l'industria italiana, anche la modalità di scambio fra intermediari e imprese, passate da semplici operazioni di scambio creditizi a operazioni più complesse e articolate. È opportuno, quindi ripercorrere, da un punto di vista storico, il processo evolutivo del rapporto banca-impresa.

Negli anni Sessanta, anni del boom economico italiano, le imprese italiane attraversano un periodo di grande crescita, sia dal punto di vista dimensionale che da quello numerico, supportate da favorevoli canali di esportazione e da un conveniente rapporto tra prezzo di vendita e prezzo di produzione. La forma privilegiata di finanziamento è il credito bancario, costante sempre presente in tutte le tappe

evolutive, grazie a uno scarso sviluppo del mercato mobiliare. I bilanci delle imprese sono strutturati, per la maggioranza, dalla presenza di immobilizzazioni nell'attivo e da debiti verso banca nel passivo. In questo contesto, le scelte dei policy maker hanno, senza dubbio, agevolato la crescita; gli incentivi sotto forma di contributi erogati sotto forma di finanziamenti a tasso agevolato sono stati la *“via finanziaria allo sviluppo”* che ha permesso di innescare, nella metà degli anni Sessanta, un percorso di intenso sviluppo e di successo. Il modello di aiuto al sistema finanziario, svolto dallo Stato italiano è stato possibile per due motivi principali : il primo è da rintracciare nel sistema economico nel suo complesso, l'altro nelle caratteristiche delle imprese stesse.

Nel primo caso, il modello adottato è giustificato dalla legge Bancaria del 36-38 che ha introdotto un vincolo di specializzazione funzionale alle aziende di credito attraverso gli Istituti di credito speciale (Ics) e di specializzazione settoriale e territoriale. Ciò con la creazione degli Ics destinati al finanziamento di differenti comparti economici e con l'istituzione di Mediocrediti regionali con compiti di sostegno alle imprese della regione di appartenenza si avvia *“la via finanziaria allo sviluppo”* del sistema economico italiano che sarà per lo più lo stesso fino agli anni Ottanta¹.

Nel secondo caso, quindi in riferimento alle caratteristiche delle imprese italiane, si deve far riferimento al modello proprietario, basato sulla sovrapposizione dei ruoli di controllo e di gestione esercitati dalla famiglia azionista. La *“via finanziaria allo sviluppo”* è stata garante della stabilità della proprietà, consentendo quindi con la modalità di credito a medio-lungo termine agevolato di ridurre in modo significativo il

¹ Gli strumenti adottati dalle autorità nazionali per il sostegno alle imprese dal dopoguerra fino agli anni '80 possono essere riferite alla legge n.949/1952, alla legge n.1329/1965, al D.p.r. n. 902/1976 e alla legge n.227/1997

peso degli oneri finanziari per le imprese e di disporre di mezzi finanziari a tempo indefinito.

Quindi, il legislatore italiano si è preoccupato essenzialmente di generare un canale facile di finanziamento per le imprese, indipendentemente da quale sia l'attività svolta e da quale sia il piano industriale da raggiungere. Questo processo, da un lato, è risultato efficace in un primo momento, cioè nella fase di nascita e di sviluppo del sistema industriale, dall'altro è apparso inadeguato quando si sono dovuto affrontare sfide di cambiamento dettate dall'apertura del mercato internazionale, dal cambiamento tecnologico e dallo sviluppo di percorsi di crescita dimensionale.

Il boom economico che ha accompagnato lo sviluppo industriale italiano degli anni Sessanta, trainato dalle esportazioni e dal basso costo del credito bancario, frena in modo esponenziale negli anni Settanta, causa il primo shock petrolifero e la conseguente contrazione della domanda. L'aumento dei costi di produzione influenza la capacità delle imprese di generare margini di reddito sufficienti a sostenere il carico degli oneri finanziari. Molte imprese entrano in crisi e con esse anche le banche finanziatrici. L'unico settore che riesce ad andare in controtendenza è quello delle piccole-medie imprese, che grazie alla sua flessibilità, si adatta a questa nuova situazione attraverso un attento controllo dei costi.

Si deve notare come gli squilibri finanziari di questo periodo sono collegati a un generale cambiamento dell'economia reale. Dunque, era necessario una fase di ristrutturazione dal punto di vista della produzione, con una modifica netta dei costi di produzione, e un altro a livello finanziario che svincolasse dunque le imprese dall'unico canale rappresentato dalle banche. Da questo punto in poi si apre una fase dove le imprese aprono la strada dell'autofinanziamento con l'emissione di azioni e

obbligazioni², utili a ripagare i debiti contratti negli anni precedenti e a reperire più facilmente capitale azionario visto l'accrescersi delle prospettive di redditività. Per quanto riguarda la diminuzione dei costi produttivi, si nota come le grandi imprese, a differenza delle medie-piccole, riuscirono a sfruttare il proprio know-how tecnologico e a controllare i costi di produzione in modo da avere un aumento di produttività e di reddito.

D'altro canto la politica economica dello Stato cambiò il proprio modo di erogare risorse a condizioni agevolate, e si passò dal finanziamento a pioggia a quello mirato. Questo passaggio a una politica più attenta di finanziamento è stato dettato da legge comunitarie, che prevedeva l'erogazione a condizione agevolata in modo da non avere distorsioni concorrenziali fra i paesi aderenti all'Unione Europea.

La ripresa tangibile si manifesta alla fine degli anni Ottanta, ma con la recessione dei primi anni Novanta, accompagnata da un'inflazione, si complica ulteriormente la situazione del sistema industriale, che trova però un forte sospiro di sollievo nel 1992, quando si verifica l'uscita della nostra moneta dallo SME, quest'ultima dovuta a una svalutazione della lira.

Nel biennio 1995-1996 si assiste a una ripresa economica che consente il superamento di caduta iniziale degli inizi del decennio, seguito da un progressivo rallentamento, nel biennio 1997-1998.

I tratti distintivi degli anni Novanta possono essere sintetizzati in :

- una riduzione strutturale dei tassi di interesse che agevola il ricorso al finanziamento bancario e stimola lo sviluppo dell'autofinanziamento;
- una crescente produzione industriale incentivata dalla svalutazione avvenuta nel 1992 e dalla crescita dei consumi del biennio 1995-1996;

² "La ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese" in Banca d'Italia, vol. II, Roma, 1994.

- una attenzione ai costi di produzione come leva per incentivare l'efficienza produttiva, al fine di generare una progressiva perdita di forza lavoro a livello di sistema industriale complessivo.³

L'assetto complessivo del sistema italiano sebbene sia distinto dal “basso orientamento al mercato-alto orientamento al debito bancario”, potrebbe evolvere verso un progressivo riequilibrio fra le alternative “debito-capitale di rischio” e “mercato-banche”⁴. Questo processo è figlio di scelte dei policy maker e dei processi evolutivi del sistema industriale e di quello finanziario.

L'attore pubblico, infatti, ha progressivamente abbandonato la logica della “*via finanziaria allo sviluppo*” affinché la leva finanziaria diventasse il fattore di stimolo per la crescita, inoltre ha modernizzato leggi per lo sviluppo dei circuiti di mercato e ha modificato le strategie di intervento di finanza agevolata.

Per quanto riguarda il diverso utilizzo della leva fiscale i principali provvedimenti sono stati :

1. la legge “Tremonti” del 1994 che concesse un vantaggio fiscale alle imprese che reinvestono gli utili nella stessa attività aziendale;
2. la legge “Prodi” del 1996 che, ponendo una tassazione addizionale del 20% sulle attività finanziarie depositate in garanzia presso le banche, ha colpito le operazioni triangolari di finanziamento dell'impresa;
3. il decreto legislativo n.466 del 1997, che introdusse l'Irap e la DIT con l'obiettivo di ridurre il vantaggio fiscale generato dall'indebitamento

³ Caselli S., *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

⁴ Caselli S., *La domanda dei servizi finanziari delle imprese in Italia*, in Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2001.

4. la legge “Visco” del 1999 che potenzia l’operazione della DIT per il biennio 1999-2000 e che premia la raccolta dei mezzi propri destinata all’investimento in attività materiali e immateriali.

Per quanto riguarda lo sviluppo dei mercati finanziari, si decise di privatizzare la borsa valori.

In ultimo, il cambiamento delle strategie di finanza agevolata è collegato ad una profonda revisione della politica industriale sotto l’impulso delle direttive comunitarie, passando cioè, da una logica di erogazione in modo indiscriminato, a una che tende a misurare la qualità del progetto imprenditoriale.

L’effetto creato da queste leggi sul sistema industriale porta a un cambiamento della struttura finanziaria delle imprese, che diventa più equilibrata in quanto diversificate le fonti di finanziamento, spostando l’attenzione dal credito bancario al processo di capitalizzazione.

Il processo di evoluzione finanziaria ha portato la caduta di attrattività dell’intermediazione creditizia tradizionale con il completamento tecnico e legislativo dei circuiti di mercato e l’introduzione di figure di intermediari finanziati specializzati (le SIM nel 1991, le Sgr nel 1997 e i fondi chiusi nel 1994). Le banche sono obbligate a riorganizzare il proprio modello competitivo per governare con maggiore efficacia la componente del rendimento e del rischio⁵.

A riguardo, la regolamentazione che imponeva la specializzazione delle banche è stata presente fino al 1993 e ha imposto alcune caratteri peculiari al nostro sistema finanziario, quali la rigida separazione tra banche commerciali e investment banking e il divieto di assumere, per tutte le banche, partecipazioni del capitale di rischio delle

⁵ Caselli S., *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

aziende non finanziarie. Con l'introduzione del TUB, appunto nel 1993, le banche sono presenti in vari settori e presentano varie unità specializzate per sfruttare al meglio le competenze tecniche e il vantaggio sul mercato che da sempre le competono. Le funzioni economiche della banca si concretizzano nel soddisfacimento delle varie tipologie di bisogni espressi dagli operatori, grazie alle diverse tipologie di prodotti e servizi offerti. I clienti vengono differenziati in base alla loro esigenze, così da trovare la segmentazione per *corporate*, *retail*, *private*, rappresentati rispettivamente da imprese, piccoli operatori economici e operatori privati. In questo studio faremo riferimento all'area corporate della banca. L'impresa è il soggetto di riferimento di quest'area ed è a essa e alle sue esigenze finanziarie che la banca guarda per definire in modo corretto e produttivo un portafoglio di offerta. Ovviamente le differenti caratteristiche, quali la dimensione e il fatturato, determinano una differenziazione dei fabbisogni e della domanda. Ad esempio la PMI hanno un profilo finanziario caratterizzato dalla richiesta di prodotti creditizi prevalentemente di base, mentre le imprese di dimensioni rilevanti hanno bisogno di una maggiore interazione con i circuiti di mercato e per questo richiedono all'intermediario un apporto specialistico e personalizzato. L'area corporate non deve essere pensata come una evoluzione dell'area fidi alle imprese ma, piuttosto, la nascita di un processo di ridefinizione della strategia complessiva di offerta della banca. L'integrazione dell'attività creditizia con quella finanziaria si presenta, soprattutto in Italia, come una possibilità per accelerare la rottura di quell'anello debole di sviluppo del mercato mobiliare, quest'ultimo bloccato negli anni soprattutto dai titoli pubblici molto attraenti che hanno appunto impedito lo sviluppo di un canale finanziario alternativo e con esso, una cultura finanziaria nell'impresa, causando così un impoverimento della domanda di servizi finanziari.

Nell'attuale scenario competitivo, le banche sono chiamate a promuovere la diffusione di evolute forme tecniche di fornitura di capitali, sia a titolo di debito che di

equity, a controllare i bisogni specifici delle aziende e a porsi come dei problem solving, affiancandosi in modo continuativo instaurando un rapporto integrato fra le parti. Proprio un legame stabile e duraturo, consente al finanziatore di disporre di maggiori informazioni sull'affidabilità della clientela con riflessi positivi soprattutto in ambito di gestione dei rischi. La banca, può adottare diversi modelli di approccio al mercato dipendenti dal tipo di attività svolta, dagli obiettivi di redditività e di sviluppo prefissati dal soggetto economico, dalle condizioni di competitività dei mercati di riferimento e dalle caratteristiche della clientela. Quando la banca gestisce ogni operazione finanziaria con un rapporto a sé stante, si parla di *transactional banking* : si tende a massimizzare l'utile derivante dalla specifica transazione e si rinuncia all'erogazione dei prodotti che potrebbero generare sinergie se inseriti in un portafoglio più ampio di servizi. In questa prospettiva, non ci si preoccupa di raccogliere informazioni riservate ma ci si concentra sull'elaborazione di indicatori oggettivi di qualità grazie ai quali si valuta il cliente in base al prodotto erogato. L'ente creditizio, quindi, non assume alcuna posizione privilegiata.

Nel modello *relationship banking*, invece, si privilegia il rapporto con il cliente favorendone il processo di conoscenza, indispensabile per valutare correttamente il rischio ad esso attribuibile, e formulare un'offerta finanziaria coerente ed efficace.

Le imprese, negli ultimi anni, hanno un costante bisogno di affrontare le sfide di crescita, sviluppo e internazionalizzazione dei mercati a livello globale; gli intermediari finanziari, da sempre i primi interlocutori delle imprese nella soluzione di problematiche connesse alla copertura dei loro fabbisogni finanziari, hanno migliorato la propria capacità di offerta di servizi diversificati e di soluzioni produttive e consulenziali. Gli interventi posti in essere dalle banche da un lato hanno confermato il proprio ruolo insostituibile, dall'altro hanno sottolineato la necessità di un cambiamento nel rapporto fra i due soggetti. Infatti con la presenza di un mercato

altamente concorrenziale e di un sistema bancario fortemente specializzato, si è andata affermando la prassi dei fidi multipli⁶, con la quale le imprese hanno tessuto rapporti con più istituti di credito senza però intrattenere relazioni qualificate con quest'ultime. La conseguenza naturale è che il rapporto tra i due soggetti è risultato debole. Con il processo di riformulazione di strategie e politiche commerciali delle banche nell'ultimo decennio, si è attribuito al cliente una centralità nelle operazioni che interessano prima di tutto la raccolta e la gestione di tutte le informazioni utili per offrire una gamma di prodotti/servizi di assistenza creditizia e finanziaria in grado di soddisfare qualsiasi bisogno. La capacità di selezione della banca è visibile nelle operazioni di finanza straordinaria per le imprese dove la complessità informativa e conoscitiva è considerevole e dove la banca fa da guida alle scelte del mercato. La banca è quindi l'operatore principe nel mercato della finanza straordinaria per le imprese. La teoria sull'intermediazione finanziaria di impostazione microeconomica interpreta il rapporto banca-impresa come una relazione di finanziamento, rilevante per lo sviluppo dell'impresa stessa e allo stesso tempo preferito rispetto al ricorso al finanziamento sui mercati finanziari, considerando che in questi ultimi le relazioni sono pubbliche e vi è un maggiore rischio che si manifestino problemi legati alle asimmetrie informative e ai comportamenti free rider. Quindi l'esistenza della banca all'interno del sistema finanziario si giustifica proprio in virtù della sua capacità di raccolta e di elaborazione di informazioni nella fase di screening e successivamente in quella di monitoring, inoltre nella fase ex-post di gestione del finanziamento e dei vari rischi. In un rapporto tra agenzia, in questo caso banca, e azienda, la relazione deve essere collegata a dei contratti su lungo periodo al fine di sviluppare al massimo

⁶ In base allo studio di Ongena e Smith (2000) il numero medio di relazioni bancaria in Italia è a 15,2, considerando, inoltre, che solo l'11% del totale delle imprese italiane ha una relazione esclusiva con una sola banca.

l'attività di monitoraggio della banca; quest'attività è caratterizzata dalla creazione di costi irrecuperabili (sunk cost) e quindi diventa naturale per la banca far evolvere il rapporto tra banca-impresa verso la consulenza finanziaria e gestione di operazioni non ordinarie, al fine di sfruttare al massimo le economie di tecniche, di scala e di scopo presenti. Inoltre in un rapporto di lungo periodo, il rapporto diventa fiduciario e di reciproco interesse e quindi la banca è incentivata a comportarsi in modo corretto e leale ed è in grado di apprezzare a pieno il rischio di finanziamento all'impresa che a sua volta può accedere più facilmente alla finanza a un costo inferiore. Il rapporto pluriperiodale evita all'impresa rischi di razionamento del credito e di assenza di finanziamento, mentre alla banca dà un maggiore legame di lavoro stabile capace di capitalizzare gli investimenti tecnici e di rapporto. Di conseguenza la relazione tra i due soggetti diventa di tipo "esclusivo" e l'attività ordinaria è data dalla progressiva espansione della banca nell'area di operazione straordinarie d'azienda.

CAPITOLO 2

Le operazioni di finanza straordinaria nella successione generazionale:

Il family buy-out

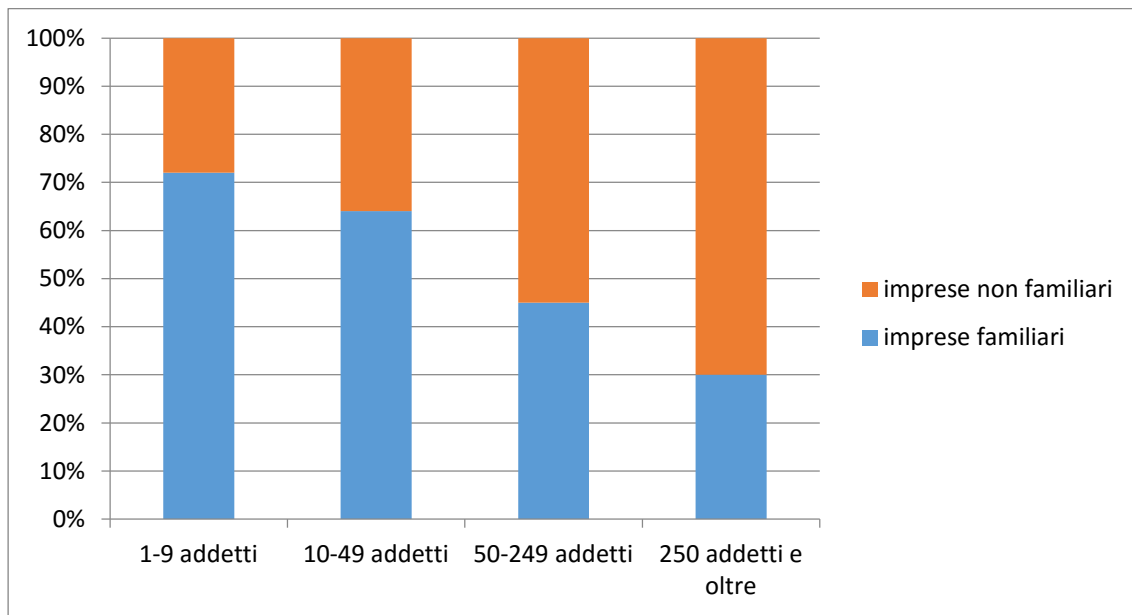
2.1 Il binomio famiglia- impresa

“L’impresa familiare” è la forma più diffusa a livello mondiale.

In Italia circa l’ 80% delle imprese è a conduzione familiare⁷: queste contribuiscono in misura pari all’80% al PIL nazionale e forniscono il 75% della forza lavoro. Il fenomeno dell’impresa familiare si interseca con quello della piccola e media impresa, fondamenta del tessuto imprenditoriale del nostro paese ⁸.

⁷ Dati Istat, 9° Censimento dell’industria e dei servizi, Roma 2012

⁸ Cfr. PANNELLI M. “ Cambio generazionale: i piani di risanamento”. Ipsoa Maggio 2011.



Fonte : elaborazione di dati ISTAT, *Censimento dell'industria e dei servizi 2011*

La famiglia e l'impresa si condizionano reciprocamente durante la loro interazione nella realtà aziendale, poiché differenti per natura, obiettivi e logiche.

La famiglia apporta risorse umane e finanziarie per il sostentamento dei propri membri, a differenza dell'impresa che ha come obiettivo la vendita di prodotti o servizi. Pertanto, se da una parte la famiglia è guidata da logiche di tipo emozionali, dall'altra l'impresa è spinta da logiche meramente di carattere economico, pur condividendo principi comuni quali la continuità, l'unione e la creazione di valore.

Non esiste una definizione comune di 'impresa familiare'. In linea generale, un'impresa si considera familiare quando rispetta almeno uno dei seguenti criteri:

- Più del 50% della proprietà deve essere detenuta da una o più famiglie.
- Una singola famiglia ne deve detenere il controllo effettivo.

- La maggioranza del management deve essere composta dai membri appartenenti alla stessa famiglia.

Esistono però differenti casi nonostante la matrice comune: alcuni esempi d'impresa non vengono riconosciuti come istituti autonomi rispetto alla famiglia, tipica espressione delle piccole imprese con scarsa propensione ad espandersi; in altri invece, pur marcando il confine fra famiglia e impresa, si prevaricano le esigenze aziendali a discapito di quelle familiari; un'ultima ipotesi riguarda quei casi in cui vi è una chiara distinzione fra le esigenze di carattere familiare da quelle di tipo aziendale ricercandone uno sviluppo congiunto, rispettando l'autonomia dell'impresa stessa.

La tabella 1 mostra, attraverso i dati del più recente *Censimento generale ISTAT*, il peso che hanno le imprese a conduzione familiare nel nostro sistema. Nello specifico si tocca quota 70% e si supera il 60% reciprocamente nelle imprese con 1-9 addetti e 10-49, a sottolineare il carattere familiare del nostro sistema industriale. Di queste imprese molte sono nate negli anni sessanta e settanta, come raffigurato nella tabella 2, e quindi si ritroveranno a breve nel processo di ricambio generazionale dei fondatori, giunti alla conclusione fisiologica del loro percorso lavorativo.

Tabella 2

Anno di fondazione	Meno di 20 addetti	Tra 20-50 addetti	Tra 51-250
Prima del 40	2,8	3,3	6,8
Tra il 1940 e 1950	1,9	2,7	4,1
Tra il 1950 e 1960	4,4	6,6	7,2
Tra il 1960 e 1970	9,2	10,6	19,1
Tra il 1970 e 1980	22	23,7	26,3
Tra il 1980 e 1990	36,5	32,6	23,6
Dal 1990	23,2	20,5	12,9
Totale	100	100	100

Fonte: Capitalia, 2002.

Nella letteratura aziendale, proprio a ragione della loro preponderante presenza, le imprese familiari sono state da sempre oggetto di studio e discussione.

L'impresa familiare è un istituto disciplinato dall'art. 230 bis c.c., introdotto con la riforma del diritto di famiglia nel 1975⁹. Secondo la norma, l'impresa familiare è costituita dall'imprenditore che l'ha fondata, dal coniuge, dai parenti entro il terzo grado e dagli affini entro il secondo. L'intenzione del legislatore era quella di tutelare i familiari che pur prestando il loro lavoro nell'impresa non erano protetti nei confronti dell'imprenditore. Situazione questa, diffusa soprattutto in Italia, dove sovente la moglie e i figli dell'imprenditore non ricevevano alcun compenso per il loro lavoro.

Diverse sono state le definizioni fornite in letteratura. In un primo momento, alcuni autori si sono serviti di un approccio mono-variabile. A riguardo, emblematica è la definizione fornita da Barry (1975) secondo cui è impresa familiare “un'impresa che, in pratica, è controllata dai membri di un'unica famiglia”¹⁰.

Differentemente altri autori hanno ampliato il concetto di impresa familiare riferendosi al “condizionamento” che la famiglia esercita sull'impresa.

In riferimento si ricorda Davis (1983), che definisce l'impresa familiare come “quella dove la politica e la direzione aziendale sono soggette ad una significativa influenza da parte dei membri di una o più famiglie”¹¹.

Shanker ed Astrachan¹² (1995) hanno approfondito gli studi sul Family Business, seguendo un approccio multi-variabile. Questi Autori hanno proposto diversi criteri per la misurazione del grado di influenza della famiglia sull'impresa, come il controllo effettivo delle decisioni strategiche, l'intenzione di rimanere in famiglia, la famiglia

⁹ Secondo l'art. 230 bis c.c. si può parlare di impresa familiare quando il familiare presta la sua attività di lavoro, non regolata da contratto, in modo continuativo nell'impresa o nella famiglia. Per tali ragioni, si ritiene che la disciplina dell'art. 230 bis c.c. abbia natura residuale, applicandosi solamente a quelle situazioni in cui i rapporti di lavoro non siano inquadrati in una specifica forma negoziale, quale ad esempio, il contratto di lavoro subordinato, il contratto di società o l'associazione in partecipazione.

¹⁰ Barry B., “The Development of Organization Structure in the Family Firm”, *Family Business Review*, vol. 2.

¹¹ Davis P., “Realizing the Potential of Family Business”, *Organizational Dynamics*, vol. 12, n.2, 1983.

¹² Shanker M.C., Astrachan J.H., “Myths and Realities: Family Assessing Family Business Statistics”, *Family Business Review*, vol. 9, n. 2, 1996.

direttamente coinvolta nella proprietà e nel management, il controllo legale delle azioni di voto, il fondatore o i discendenti che gestiscono direttamente l'impresa. Sono giunti, in tal modo, a tre definizioni di impresa familiare:

- Una definizione “ampia”, meno stringente, che richiede solo la presenza di qualche coinvolgimento familiare nel business, nonché il controllo da parte della famiglia sulle decisioni strategiche;
- Una definizione “media” che richiede, come ulteriore condizione, che vi sia il diretto coinvolgimento familiare nel management, nonché l'intenzione di tramandare il business agli eredi;
- Una definizione “stretta”, che prevede la presenza di più generazioni coinvolte nella gestione e/o nella proprietà.

In Italia, il concetto di impresa familiare è rimasto ancorato ad una accezione marginale o di piccola impresa fino agli anni Ottanta. Si riteneva, infatti, che vi fosse una totale coincidenza di impresa e famiglia per cui non era possibile separare le due entità.

Una prima definizione, frutto di questa impostazione, è quella fornita da Dell'Amore¹³, secondo cui un'impresa familiare è “un'impresa in cui i portatori di capitale di rischio e i prestatori di lavoro appartengono ad un'unica famiglia o a poche famiglie collegate tra loro da vincoli di parentela o affinità”.

Dopo gli anni Ottanta, una prima definizione più “ampia” è riconducibile a Ferrero¹⁴ per il quale, un'impresa familiare è una dove si stabiliscono “relazioni di reciproco

¹³ Dell'Amore G., *Le fonti del risparmio familiare*, Milano, Giuffrè, 1962.

¹⁴ Ferrero G., *Impresa e Management*, Milano, Giuffrè, 1989.

condizionamento tra l'azienda di produzione e l'azienda di consumo" di una o poche famiglie legate da vincoli di parentela o affinità che detengono la proprietà del capitale di rischio.

Per Demattè e Corbetta¹⁵, invece, "l'impresa familiare si contraddistingue per il fatto che una famiglia o un gruppo di famiglie legate da vincoli di parentela apportano all'impresa, oltre al capitale di rischio, anche altri fattori della produzione, tanto da realizzare una congiunzione stretta tra l'istituto famiglia e l'istituto impresa", ponendo quindi la loro attenzione sugli aspetti non economici dell'impresa familiare.

Sulla stessa scia, Schillaci¹⁶ ha definito familiare "un'attività imprenditoriale che possa intimamente identificarsi in una famiglia (o più di una famiglia), per una o più generazioni. L'influenza della famiglia sull'impresa è legittimata dalla titolarità di tutto o di parte del capitale di rischio ed esercitata anche attraverso la partecipazione di alcuni suoi membri al management." Ciò comporta che "gli organi decisionali dell'azienda siano prevalentemente rappresentati da membri della stessa famiglia; i più importanti valori aziendali si identifichino con quelli familiari; le vicende della famiglia incidano e tendano a riflettersi, anche se in modo più o meno intenso, su quelle dell'azienda; uno o più membri della famiglia siano coinvolti nell'attività operativa dell'impresa; le relazioni familiari rappresentino uno dei fattori più importanti nei processi di successione e di transizione del potere."

Le imprese familiari, analizzando le varie definizioni fornite in letteratura, costituiscono un genere d'impresa, all'interno del quale vi sono diverse specie che differiscono tra loro sulla base del controllo esercitato dalla famiglia e delle funzioni imprenditoriali e manageriali che essa ricopre.

¹⁵ Cfr. Demattè C., Corbetta G., *I processi di transizione delle imprese familiari*, Mediocredito Lombardo (Studi e Ricerche), Milano, 1993.

¹⁶ Cfr. Schillaci C.E., *I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari*, Giappichelli, Torino, 1990.

L'impresa familiare, infatti, può variare dalla fattispecie più pura in cui vi è una totale coincidenza tra impresa e famiglia, a quella più aperta che vede un sempre minore coinvolgimento della famiglia nel governo e nella proprietà.

Le imprese familiari italiane dunque, hanno due caratteristiche principali : la piccola dimensione e il carattere familiare della proprietà e del controllo. Queste caratteristiche comportano vantaggi e svantaggi. I primi derivano dalle dimensioni ridotte. Grazie ad esse si ha flessibilità a livello produttivo, organizzativo, e indubbiamente si stabilisce un forte legame con il territorio e con i lavoratori.

Per quanto concerne il carattere familiare i vantaggi si riscontrano nella gestione delle impresa stessa. Essendo infatti la gestione e la proprietà in una sola entità, appunto la famiglia, si evitano costi di gestione, interferenze tra organi societari e di proprietà e si assicura quindi una forte unitarietà all'interno dell'impresa stessa.

Questi stessi vantaggi possono essere anche un limite all'impresa stessa.

Col crescere dell'impresa, emerge il secondo volto del capitalismo familiare, retaggio di una scarsa cultura imprenditoriale: la mancanza sia di risorse umane qualificate, sia di risorse finanziarie. Il problema culturale risiede nella incapacità dell'imprenditore a dividere l'azienda da se e dalla propria famiglia. Questa riluttanza a cedere le posizioni di controllo si ripercuote sulle vicende economico-finanziarie dell'impresa.

Quando, infatti, il patrimonio familiare si rivela insufficiente per finanziare la crescita, l'alternativa alla vendita è il finanziamento esterno. Tuttavia, non sempre banche ed investitori sono disposti ad investire in attività che non abbiano valide e convincenti formule di sviluppo. Queste difficoltà sono tipiche al momento della successione nella conduzione aziendale.

2.2 I problemi connessi alla successione generazionale

In Italia, gli anni '60 e '70 sono stati caratterizzati da uno sviluppo esponenziale del numero di nuove imprese. Si parla di costituzione ex novo di più di un milione di imprese che oggi si ritrovano ad affrontare il problema del ricambio generazionale.

Le stime dicono che solo una su tre sopravvive alla prima generazione e tre su cento alla seconda.

Il cambiamento generazionale non deve essere trascurato bensì sfruttato e trasformato in una fase strategica di sviluppo dell'azienda, cercando di salvaguardare i valori e la cultura familiare quali conduttori principali del successo del business e in ultima analisi, anche della famiglia¹⁷.

Emerge quindi l'importanza temporale per una pianificazione della successione e la gestione strategica, che permettano all'impresa di competere ed espandersi con successo senza ledere la continuità.

L'espressione "ricambio generazionale" presuppone l'esistenza di un processo attraverso cui una nuova generazione prende il posto di una vecchia .

M. Bauer afferma che il fondatore di un'impresa può essere raffigurato da un uomo a tre teste : *"in parte è homo oeconomicus interessato ai risultati dell'azienda e ai guadagni che produce. In parte è homo politicus che, come tutti gli uomini politici*

¹⁷ <http://www.problemsolvingstrategico.it/consulenza-passaggi-generazionali-family-buy-out.php>

*cerca di consolidare il suo potere o, quanto meno, di conservarlo. In parte è pater familias che come molti cerca a suo modo di aiutare i figli*¹⁸. Ci si può trovare quindi in una situazione dove una delle tre caratteristiche prevalga sulle altre: se domina il *pater oeconomicus* la cessione dell'impresa sarà difficile; se, invece, prevale l'*homo politicus* allora l'imprenditore sarà portato a tenere il più lontano possibile gli eredi; infine, nella possibilità che sia il *pater familias* a imporsi, l'imprenditore spingerà i figli ad entrare in azienda.

Il processo di ricambio inizia quando i padri acquisiscono la consapevolezza di dover “passare lo scettro”, con il fine ultimo di assicurare continuità all'impresa. In questo processo, si possono ritrovare degli errori che si riscontrano frequentemente: il principale riguarda la scelta dell'erede più adatto, poiché non sempre si riesce ad individuare un leader riconosciuto a cui delegare le decisioni strategiche.

Può accadere che, all'ingresso di nuove generazioni in azienda, avvenga un'attribuzione in parti uguali delle quote tale da far nascere un forte rischio di ingovernabilità.

Altresì, può succedere che gli eredi non siano adeguatamente preparati, scatenando dei conflitti con i livelli dirigenziali ed esecutivi della struttura organizzativa.

“I padri” possono essere portati quindi a scelte non razionali, spinti dal solo legame d'affetto familiare, con potenziali rischi sia di governabilità sia per quanto riguarda i livelli di professionalità e organizzativo. Sono questi elementi che indeboliscono l'impresa nell'atto di successione.

¹⁸ Cfr. Bauer M., *La successione nelle imprese familiari, Profili aziendalistici, fiscali e societari*. Francesca Cesaroni, Massimo Ciambotti, Franco Angeli, Milano, 2011.

Il momento del passaggio generazionale, costituisce un vero banco di prova per l'impresa e un'occasione per generare un rafforzamento del governo della stessa.

La possibilità di una continuazione dell'impresa nell'ambito familiare non è però un percorso obbligatorio. Ci sono casi in cui la famiglia mantiene la proprietà ma rinuncia allo svolgimento della direzione imprenditoriale; altri dove viene ceduta la proprietà ma un membro della famiglia rimane in un ruolo direzionale; infine, c'è la possibilità che l'imprenditore ceda il capitale di proprietà e si ritiri da qualsiasi attività collegata all'impresa.

Le alternative sono quindi molteplici e prevedono sia un allontanamento drastico nel rapporto famiglia-impresa che un separazione meno progressiva.

Tuttavia, ogni soluzione può essere ostacolata dalla disponibilità finanziaria dei soggetti interessati a subentrare. Tra gli strumenti utilizzabili per superare le difficoltà di ordine finanziario, si può ricorrere alla quotazione in Borsa, situazione però poco seguita nelle PMI nonostante le innovazioni sul mercato dei capitali di rischio¹⁹.

In alternativa può essere utile una tecnica di acquisizione aziendale, il *leveraged buy-out*.

¹⁹ Nel '99 è nato il Nuovo Mercato per le imprese, volto ad agevolare l'ingresso delle PMI. Nel 2001 è stato attivato il segmento Star. Nel 2012 nasce AIM Italia.

2.2.1 Il LBO

Il LBO è un'operazione che permette di acquisire, da parte dell'investitore, la totalità delle azioni o il pacchetto di controllo, facendo ricorso principalmente a capitale di debito. Analizzando i termini, si comprende appunto che *LEVERAGED* fa riferimento al rapporto esistente tra capitale della società acquirente e a quello fornito da terzi per l'acquisizione; con *buy-out* si considera proprio l'acquisto dell'impresa.

L'investitore può essere un Private Equity, un Investment bank, una Venture capital o un Hedge fund: tutti hanno un modo di operare differente, ma non escludono la necessità di sottoscrivere la partecipazione passiva al LBO.

In una LBO, l'azienda che viene acquistata è definita azienda TARGET mentre l'acquirente NEWCOM. Quest'ultima, viene costituita ad hoc per questo tipo di operazioni caratterizzate da un ammontare minimo di mezzi propri e da un forte indebitamento.

La caratteristica principale, di questa operazione, è che il piano di remunerazione e rimborso è costituito dai cash flow operativi, generati dalla nuova gestione o dalla vendita degli assets inutilizzati o unità non strategiche. Il debito viene quindi garantito dalla target, in ragione della sua capacità di originare flussi di cassa positivi futuri.

Il LBO deve essere considerato non come un'operazione a se stante ma come un'etichetta che ne racchiude altre, le quali trovano un punto di incontro nell'utilizzo della leva finanziaria e nel trasferire il debito dalla acquirente alla target.

Le più note sono :

- *Merger leveraged buy out*: dove il LBO si effettua con la realizzazione di una Newcom e dalla successiva fusione per incorporazione della target;
- *Leveraged management buy out/in* :effettuato da manager interni/esterni alla target che si pongono come proponenti dell'operazione;
- *Employee buy out* : tecnica utilizzata principalmente negli USA, dove i dipendenti della target rilanciano l'impresa in difficoltà e mantengono inalterati i livelli occupazionali, avendo a disposizione agevolazioni e incentivi fiscali.
- *Investor buy out*: dove gli investitori sono istituzionali e hanno competenze specifiche nel settore business.
- *Family buy out*: il LBO è realizzato da membri di una famiglia tramite l'acquisizione delle quote appartenenti ad altri componenti della famiglia stessa con capitali di terzi.

Quest'ultima è di vitale importanza se si fa riferimento a un contesto italiano, come descritto precedentemente, dove il peso delle aziende a conduzione familiare è di notevole importanza. Nelle imprese familiari con più eredi, si può facilmente dedurre che non tutti i membri abbiano equamente doti imprenditoriali o manageriali necessarie per la conduzione dell'attività aziendale. Queste premesse, potrebbero potenzialmente portare all'insorgenza di conflitti e tensioni, minacciando concretamente la riuscita del ricambio generazionale. In scenari come questi, uno strumento che si presta ad assicurare la governabilità dell'azienda è riscontrato nel *family buy out* (FBO): esso attribuisce la possibilità di uscita dall'impresa ai soci-

successori che, per qualsivoglia motivazione, decidano di non prenderne più parte, senza ledere la struttura proprietaria o di controllo già esistente.

La FBO è un'alternativa abbastanza condivisa nelle realtà aziendali medio-grandi di seconda o terza generazione, poiché l'aumento dei soci familiari richiede una periodica rivalutazione delle compagini azionarie da un lato e la razionalizzazione di controllo.

2.2.2 Il FBO

Il FBO viene svolto in un contesto familiare dove si intrecciano proprietà e gestione dell'impresa, connesse quindi con tutte le problematiche di carattere familiare e aziendale. Non bisogna solo valutare, quindi, le capacità dei futuri membri della famiglia indicati per la futura conduzione, ma anche rendere finanziariamente sostenibile l'operazione attraverso soluzioni che saranno più flessibili rispetto a quelle di una normale operazione condotta da soggetti esterni, facendo soprattutto leva sul legame familiare. Senza dubbio le soluzioni finali sono orientate a preservare l'operatività dell'impresa.

Il FBO si differenzia dal LBO per il fatto che la newcom è costituita dal gruppo di familiari interessati alla prosecuzione dell'attività intrapresa dai fondatori, e non da società esterne all'azienda. Dopo la costituzione della newcom, quindi, si provvede a trasferire in essa tutte le quote di partecipazione, dopodiché essa dovrà procurarsi tutte le risorse necessarie per acquisire l'azienda e liquidare i soci uscenti.

Il FBO risponde efficacemente all'esigenza di realizzare una ristrutturazione dell'assetto proprietario nelle aziende che si trovano ad affrontare il momento del ricambio generazionale, assicurando stabilità e continuità dell'attività.

La particolarità risiede nel fatto che l'acquisizione avviene in ambito familiare, la fattibilità regge sul riuscire a liquidare i soci uscenti e alla capacità di generare flussi finanziari in grado di reggere l'indebitamento.

Lo schema è quello classico e si articola in diverse fasi :

- La nascita della newcom da parte dei soci interessati all'acquisizione della target;
- Il finanziamento assunto in capo dalla newcom, garantito dalle proprie azioni e da quelle acquisite dai soci uscenti;
- La fusione tra la target e la newcom.

Con la fusione si chiude l'operazione e in capo a un solo soggetto giuridico ricade la titolarità del debito finanziario.

Dal punto di vista giuridico le operazioni di questo genere sono possibili con la modifica del diritto societario, il quale modificando l'art.2051 del codice civile, richiede che nel progetto di fusione vengono individuate le ragioni economiche che giustificano l'operazione e che si debba fare riferimento agli impieghi finanziari assunti.

Tra le motivazioni dei FBO vi è quindi il ricongiungimento tra proprietà e controllo. Tipicamente coincidenti nelle aziende di famiglia di prima generazione, proprietà e controllo tendono poi a separarsi nelle generazioni successive, in cui il governo d'impresa si concentra nelle mani di alcuni familiari, mentre la proprietà appartiene a tutti.

Un effetto da non trascurare in questa operazione , è quello di contenere i costi derivanti dal processo di successione. Tipici sono, infatti, gli *agency costs* e i *principal costs*: i primi derivano da conflitti tra i nuovi azionisti e i manager che non riconoscono la leadership dei nuovi successori; i secondi vengono sostenuti quando nascono dissidi tra gli stessi successori.

Pertanto, il family buy out risulta essere una valida operazione per la ristrutturazione dell'assetto proprietario nelle imprese: queste ultime, infatti, devono fronteggiare il delicato periodo del ricambio generazione, e il family buy out si colloca in quest'ambito assicurandone la stabilità oltre che l'unitarietà.

Accanto a questi innegabili vantaggi coesistono però alcune perplessità, specie riguardanti l'ingente esposizione debitoria che tale procedura comporta.

A carico della società nata dalla fusione fra la new company e la target insorge l'obbligo di corrispondere gli interessi del finanziamento, coperti da flussi reddituali generati dalla gestione operativa. Ciò non dovrebbe gravare sul fabbisogno di liquidità dell'impresa, poiché la nuova società sarà connotata da peculiari caratteristiche fra cui un basso grado di indebitamento, un prodotto consolidato, una quota di mercato difendibile.

2.3 Le fonti di finanziamento

Se l'operazione di FBO prosegue, si procede con la ripartizione sul mercato finanziario dei capitali necessari. L'obiettivo è di far ricorso alla leva finanziaria in modo da produrre un effetto moltiplicativo sul ritorno del capitale investito,

massimizzando tale operazione raccogliendo capitale di debito nel limite delle capacità di rimborso ritenute congrue per la società target dalle analisi svolte.

Va comunque sottolineato che non esiste e non può esistere una struttura finanziaria predefinita, adattabile per ogni operazione di FBO. Essa è fortemente dipendente dalla natura aziendale stessa e quindi dalle caratteristiche della società e dal prezzo che dovrà esser pagato per l'acquisizione della stessa. Oltretutto, la struttura finanziaria deve permettere di sfruttare con efficienza il parametro leverage concesso dalle attività e dal cash flow della società in oggetto, senza ricorrere in un rischio finanziario: *“una struttura finanziaria ottimale deve, quindi consentire di mantenere il rischio complessivo dell'operazione entro quel determinato limite di accettabilità che permette di sfruttare contemporaneamente gli effetti della leva finanziaria e operatività”*²⁰.

L'assetto finanziario dell'intera operazione, però, deve anche tener conto delle garanzie reali che l'azienda acquirente e quella acquisita sono in grado di apportare, e non essere esclusivamente progettato in funzione alla capacità di credito della target. Ciò risulta indispensabile poiché, se non avvenisse, si potrebbe incorrere in un elevato rischio finanziario dell'operazione tale da non esser tollerato da qualsiasi finanziatore, poiché non sufficientemente coperto da garanzie reali.

La presenza di contingenti attività che assicurino i debiti assunti per l'acquisto e la capacità di creare congrui flussi di cassa da parte della target, pone in risalto l'esistenza di due tipi di finanziamento: il garantito e quello non garantito. Si definisce 'garantito' un finanziamento in cui i creditori dispongano di una garanzia reale sulle attività di target²¹; si descrive finanziamento 'non garantito' quando il prestito è sprovvisto di qualunque privilegio in caso di fallimento o dissesto dell'operazione di

²⁰ Cfr. DI MAURO C., *le operazioni di leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari*. Ipsoa, Milano, 2006, pag.346.

²¹ Cfr. SANDRI S., *“Il leveraged buy out negli Stati Uniti”*, in : *Il Risparmio*, n. 4/87, Giuffrè, 1987.

FBO, essendo concesso esclusivamente in relazione al flusso di cassa che la target si prefigge di produrre negli anni successivi alla successione.

Pertanto, ogni struttura finanziaria di LBO accuratamente predisposta deve prevedere la giusta combinazione fra prestiti garantiti e non.

Tipicamente, il disegno di tale struttura si articola su tre livelli:

- il *debito primario*, che può oscillare tra il 40% ed il 70% del valore dell'operazione stessa, il cui finanziamento è costituito da prestiti garantiti (su alcune o tutte le attività dell'impresa target), e da prestiti non garantiti (sul cash flow stimato nel corso degli esercizi), attraverso linee di credito concesse da banche commerciali.
- Il *finanziamento intermedio*, che copre fra il 10% ed il 30% dell'intera operazione, il quale presenta peculiarità ibride tra capitale di debito e di rischio in quanto conserva il diritto ad un rendimento certo legato alla possibilità di convertirsi in capitale netto.
- Il *capitale proprio*, orientativamente fra il 5% ed il 20% della transazione che, essendo espressione del rischio maggiore dell'operazione, richiede rendimenti più elevati.

Nei successivi paragrafi si andranno ad analizzare alcune fonti di finanziamento utilizzate in operazioni di family buy out.

2.3.1 Il capitale di rischio

Un' operazione di LBO si contraddistingue per la caratteristica che la *target* viene acquisita dalla *newcom* avvalendosi principalmente del capitale di debito.

Il capitale di rischio, pertanto, risulta essere una piccola parte del capitale complessivamente impiegato, identificabile nell'*equity* della *newcom* (tra il 10% e il 30%).

Quest'ultimo, viene maggiormente sottoscritto da chi promuove l'operazione di LBO: in parte sono intermediari finanziari specializzati nelle operazioni di *private equity*, altri sono divisioni di banche che ricercano nuove opportunità di investimento per diversificare il loro portafoglio.

L'investitore istituzionale si affianca all'imprenditore o , in alcuni casi, si sostituisce a questo nell'ipotesi di acquisizione del controllo ma l'operazione è sempre di breve durata, ponendo come priorità il disimpegno e il successivo reinvestimento delle risorse in altre imprese target.²²

In generale rientrano nell'area del capitale di rischio il *venture capital* e il *private equity*.

L'attività di *private equity* interessa un insieme molto vasto di operazioni, tutte comunque consistenti nell'ingresso diretto nel capitale di un'azienda al fine di generare valore.

L'Associazione Italiana del Private Equity e Ventu-re Capital (AIFI) definisce l'attività di *private equity* come “una attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine”.

²² Cfr. DI MASCIÒ A., *Crescita e governante nelle imprese familiari*, Egea, Milano, 2008, pag. 271

Con tale definizione si riesce a cogliere in maniera basilare gli aspetti cruciali di questo vasto universo di operazioni: investire direttamente nel capitale di imprese non quotate attraverso un processo di negoziazione, avendo già ben determinato l'orizzonte temporale dell'investimento, il quale verrà gestito in modo tale da valorizzarne al massimo la redditività, attraverso apporto di capitale e scelte di tipo manageriale ad alto contenuto strategico, per poi capitalizzare il valore aggiunto creato al momento del disinvestimento.

L'attività di *private equity* viene svolta principalmente da istituzioni finanziarie che vengono strutturate come fondi, raccogliendo i capitali dagli investitori e investendoli successivamente in imprese, per lo più non quotate. La durata di un fondo è solitamente di dieci anni, all'interno dei quali si distinguono il momento in cui si investe (*investment period*) e quello in cui si dismettono le partecipazioni (*divestment period*), ciascuno della durata media di cinque anni. Questi fondi operano raccogliendo capitali attraverso l'emissione di quote, per poi investirli nel capitale di altre società non quotate. Il fondo è chiuso, cioè non offre all'investitore la possibilità di riscattare la propria quota in ogni momento, ma soltanto nell'ambito di scadenze prefissate.

Il venture capital, invece, è un'ampia sottocategoria di *private equity* che si riferisce a investimenti effettuati in società nei primi stadi del loro sviluppo, società giovani, innovative, con elevati potenziali di crescita, ma che difficilmente sarebbero capaci di reperire capitale di rischio con i mezzi tradizionali. I fondi *di venture capital* di solito non offrono solamente il capitale necessario nelle imprese in cui investono, ma anche il knowledge, consigli finanziari, amministrativi e strategici, facilitando la creazione di una rete di opportunità.

I *buyout*, invece, sono la categoria maggiore di *private equity*, con un totale di fondi garantiti circa tre volte superiore al *venture capital*.

Comune alle varie tipologie di operazioni è la possibilità per gli investitori nel capitale di rischio di esercitare un intenso controllo sulle decisioni dell'imprenditore.

Questo avviene grazie all'acquisizione di una partecipazione nel capitale della proprietà nelle imprese in cui il *private equity* investe e con successive erogazioni, subordinate al raggiungimento di obiettivi prefissati.

In definitiva, si comprende come l'intervento dell'operatore di *private equity* nella delicata fase del ricambio generazionale è determinante poiché non solo consente alle aziende la sopravvivenza e di continuare la propria attività, ma permette anche il miglioramento della performance economica finanziaria e della competitività.

In Italia, i dati disponibili sottolineano infatti, come tra il 2004 e il 2009, siano da ricondurre al canale "Family & Private", fatto cioè da aziende familiari che hanno optato per il sostegno da parte del *private equity*, in media circa il 62% delle operazioni realizzate.

2.3.2 Il debito senior

Il debito senior viene definito tale in quanto risulta la forma di prestito principale e ha una durata che oscilla dai 5 agli 8 anni.

Questa tipologia risulta direttamente connessa alla finalità di acquisizione della quota di partecipazione di controllo, oltre ad essere quella che assume la maggior parte delle necessità finanziarie richieste per un'operazione di *family buy out*.

Può essere concesso in *pool* o dalla singola istituzione finanziaria²³.

²³ Cfr. TARTAGLIA E., *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità*. Maggioli, Milano, 2009, pag.63.

L'erogazione del debito senior viene concessa essenzialmente da banche commerciali che, nell'atto di definire l'ammontare e il costo del finanziamento relativo, valutano gli *asset* della società *target* che fungono da garanzia per poi esser riscossi nell'ipotesi di fallimento dell'operazione.

Può accadere che l'importo del debito *senior* non venga coperto in toto dagli *asset* della *target* ma si faccia ricorso ai flussi di cassa prospettici. In questa ipotesi, i finanziatori controllano in maniera autonoma che i debiti prospettici coincidano realmente con quelli previsti, in modo da sanare con immediatezza la fetta di debito non garantito dall'attività della *target*. E' possibile differenziare il debito *senior* in due tipologie: il *senior secured debt* il cui importo è interamente garantito dagli *asset* della *target*, e il *senior unsecured debt* in cui, invece, l'importo non risulta coperto da alcuna garanzia reale.

Tecnicamente, si può procedere all'erogazione del capitale di debito senior in due modalità differenti: l'erogazione di mutui a media-lunga distanza e quella di linee di credito a rotazione. La prima tipologia, permette di prendere a prestito un ammontare prefissato, garantito dalle attività della *target* e/o dalle quote della *newcom*, con le scadenze per il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi già prefissate da un piano di ammortamento.²⁴ La seconda invece, è caratterizzata dalla concessione di prelevare importi variabili in periodi diversi fino al massimo del fido concesso, con l'opportunità di rimborsare quanto preso a prestito ad un tasso di interesse predeterminato e con tempistiche non prestabilite.

²⁴ Cfr. TRATAGLIA E., op.cit., Maggioli, Milano, 2009, pag.66.

2.3.3 Il prestito obbligazionario

Il prestito obbligazionario è una forma di finanziamento che permette all'impresa di reperire risorse di debito direttamente dal mercato mobiliare, con l'emissione di titoli di debito quotati.

È questa una modalità frequentemente utilizzata, anche perché la più versatile, e quella più attrattiva nei confronti degli investitori finanziari. Consente anche, quando il prestito è diviso in quote, la possibilità di ricollocare dette quote sul mercato.

Il prestito obbligazionario può essere emesso in titoli nominativi ed al portatore, che danno normalmente diritto alla corresponsione periodica di un interesse e al rimborso del capitale secondo modalità stabilite a priori all'atto di emissione. Può limitarsi ad una funzione di debito, ma può strutturarsi anche nella forma del prestito obbligazionario convertibile in azioni della società emittente o di altra società, facente capo alla prima.

La newcom può farsi finanziare emettendo un prestito obbligazionario convertibile in proprie azioni, sottoscritto dal partner finanziario. Se è la newcom ad incorporare la target, e le azioni sono della newcom, occorre rispettare ai fini dell'equivalenza il rapporto di conversione con le azioni della newcom, ormai nuovo soggetto fuso con la target.

In sede di processo di fusione, è possibile tuttavia, modificare i termini del regolamento di emissione, sostituendo la conversione nelle azioni dell'originaria società emittente (la newcom) con la conversione in azioni di una nuova società, nella quale vengono conferiti da parte della società risultante dalla fusione *assets non-core* della ex target.

Il socio finanziario, rimasto titolare del prestito obbligazionario, ma convertibile in azioni di questa nuova società, titolare dei predetti *assets*, può esercitare la con-

versione, e diventare proprietario della società conferita, decidendo se alienare la partecipazione o i beni della stessa.

Inoltre, il prestito obbligazionario può essere emesso nella versione del debito, ma risultare abbinato a warrant, ossia a titoli dotati di diritto di opzione a sottoscrivere nuove azioni della società emittente il prestito in base ad un prezzo (strike) prestabilito. Le azioni possono essere anche di una società diversa da quella emittente. Appare chiaro, dunque, come l'emissione di obbligazioni convertibili possa rappresentare uno strumento concreto per gestire, per esempio, un passaggio generazionale:

- l'impresa, infatti, può emettere, ovviamente sotto il controllo e la gestione strategica della decisione, obbligazioni convertibili a favore di specifici soggetti che rileveranno quindi a una certa data futura e a un certo importo il capitale dell'impresa contribuendo alla sua capitalizzazione;
- la holding di famiglia può emettere obbligazioni convertibili in azioni di una nuova società operativa da essa controllata a favore di determinati soggetti che a una certa data potranno esercitare il loro diritto assumendo una partecipazione rilevante idonea a garantire loro il controllo della società.

Infine, il prestito obbligazionario, in periodi di crisi di liquidità potrebbe divenire un mezzo appropriato per consolidare il debito a breve con i fornitori, trasformandolo in debito a medio termine, remunerato con un interesse convenuto, senza necessità di rivolgersi sempre e necessariamente al sistema bancario.

2.3.4 Il prestito mezzanino

Flessibile e vantaggioso sia per gli azionisti e i creditori dell'impresa che per gli investitori, il mezzanine finance, si colloca in una posizione intermedia tra il capitale di debito e il capitale di rischio (equity).

Tale strumento finanziario è divenuto particolarmente noto grazie a operazioni di LBO che hanno fatto un ampio ricorso a questa forma tecnica di finanziamento.

La sua "creazione" è dovuta principalmente alla necessità di rispondere ai problemi di asimmetria informativa nella raccolta di capitale che portavano l'impresa a dover sostenere i costi di agenzia del debito.

Potrebbe essere delineato come una forma di prestito con rendimento e rischio più elevato, capace di coniugare i vantaggi del capitale di debito con quelli del capitale di rischio, basato com'è sui flussi di cassa attesi dall'impresa finanziata, più che sulle esigenze reali.

Tale strumento è adatto alle imprese con flussi di finanziari stabili e attive in settori relativamente maturi, nonché alle imprese familiari che non intendono mutare il proprio azionariato. È bene evidenziare che molto spesso tuttavia i destinatari del finanziamento mezzanino devono accettare alcune clausole contrattuali (covenant) che vengono stipulate per dare al finanziatore la possibilità di monitorare l'andamento dell'impresa durante il periodo del finanziamento. Qualunque sia la sua configurazione tecnica, il prestito mezzanino racchiude sempre in sé due componenti fondamentali:

1. il debito subordinato
2. il cosiddetto equity kicker

Il debito subordinato, è un prestito che viene rimborsato in modo condizionato, solo dopo, cioè, che siano stati pagati altri debiti facenti parte del passivo dell'impresa.

Tale prestito è ovviamente caratterizzato da un tasso di interesse, che, in considerazione del maggior rischio di mancato rimborso, è più alto del tasso di mercato pagato su debiti equivalenti per caratteristiche ma non subordinati;

L'*equity kicker* è, invece, uno strumento che consente al sottoscrittore di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore del capitale di rischio dell'impresa.

In pratica il vantaggio dato dall'*equity kicker* si può riscontrare sia per chi emette il finanziamento sia per chi lo riceve. Infatti per il finanziatore esso rappresenta la possibilità di un extrarendimento dovuto all'acquisto di azioni ad un prezzo inferiore del loro valore di mercato, che dovrebbe ampiamente ripagare il minore introito dovuto al costo del debito inferiore rispetto a quello dei finanziamenti subordinati classici. Per l'azienda che riceve il finanziamento mezzanino il vantaggio sta proprio nel minor tasso di interesse applicato al capitale di debito, al quale però corrisponde un "premio" rappresentato per l'appunto dall'*equity kicker*.

Il tasso di interesse fisso che caratterizza il debito mezzanino è divisibile anch'esso in due componenti.

Il primo è l'interesse *cash*, il quale è composto da un parametro di base a cui va aggiunto uno *spread* che differisce a seconda dei casi. In questo caso il rimborso è caratterizzato da scadenze periodiche predeterminate.

Il secondo componente è l'interesse PIK (*Paid In Kind*), che è formato dal solo *spread*, senza il parametro di base aggiuntivo, esso rappresenta quella parte che viene capitalizzata ed il cui pagamento avviene in un'unica soluzione, in corrispondenza dell'estinzione del debito.

La possibilità di avere un tasso predeterminato unito al fatto che parte degli interessi possono essere pagati alla scadenza insieme al rimborso del debito, rappresentano il motivo principale per cui tale forma di finanziamento è molto utile ed utilizzata nelle operazioni di LBO.

Esso consente di abbassare, o perlomeno lasciare inalterata, la tensione finanziaria provocata dal debito che, specialmente nelle fasi iniziali di tali operazioni, è già molto alta e comporta un grande assorbimento dei flussi di cassa dell'azienda. Il pagamento di parte degli interessi avviene quindi alla fine del rimborso del capitale, quando l'azienda è più consolidata ed in grado di sopportare fuo-riuscite finanziarie di importi più rilevanti.

Generalmente il rimborso del debito mezzanino si compie per mezzo di un unico pagamento a scadenza del contratto, denominato rimborso *bullet*, a patto che sia stato prima onorato il rimborso del debito *senior*.

2.4 Le operazioni di finanza strutturata

Con il termine finanza strutturata si fa riferimento a operazioni nate grazie all'evoluzione dei sistemi finanziari che hanno, appunto, permesso l'inizio di soluzioni alternative per il finanziamento d'impresa.

Il loro comune denominatore sta nella fattibilità dell'operazione che è da ricercare nei cash flow che un determinato asset è in grado di produrre. Lo schema prevede la nascita di uno SPV(Special Purpose Vehicle) dove vengono conferiti gli asset e che si fa da raccoglitore di risorse finanziarie. Gli investitori e i finanziatori dovranno valutare la capacità di remunerare capitale e di rimborsare il debito da parte del SPV.

Le operazioni che rientrano in questa tipologia sono:

- Il leverage buy out;
- Il project finance;
- La securitisation.

Della prima operazione ne abbiamo già discusso nei precedenti paragrafi; ci limitiamo ora a chiarire le restanti due.

2.4.1 Il project finance

Con il termine di *project finance* si fa riferimento a una particolare operazione tecnica utilizzata per le operazioni di finanziamento di un SPV, creata per la realizzazione di uno specifico progetto, dove il finanziatore da una parte fa affidamento sui flussi di reddito generati da quest'ultima e dall'altra usa il patrimonio della stessa come garanzia collaterale.

La caratteristica principale è proprio la costituzione di una nuova società creata ex novo proprio per mettere in atto il progetto e che gode di una autonomia giuridica rispetto al soggetto da cui nasce l'iniziativa(sponsor).

Il SPV è quindi il fulcro dell'intera operazione e lo strumento attraverso la quale vengono definiti i rapporti tra promotori, finanziatori e garanti dell'operazione.

Un altro elemento caratterizzante è che il bilancio dello sponsor non viene colpito dall'operazione.

Dal punto di vista finanziario viene creata una struttura idonea, cioè ottimale a realizzare il funding necessario alle condizioni più convenienti, con un mix di fonti di approvvigionamento ampio.

Le modalità di rimborso si basano sulla capacità di generare cash flow adeguati per la copertura del debito.

Un altro importante aspetto riguarda la complessa rete di rapporti che si creano tra le varie parti in causa: gli sponsor, gli investitori, i fornitori di tecnologia, i fornitori di input, i clienti, il management, i consulenti finanziari, tecnici e legali, le società indipendenti di certificazione e in alcuni casi le autorità pubbliche. Una così vasta presenza di attori giustifica un preciso regime contrattuale e un sistema di incentivi idoneo a generare comportamenti coerenti e corretti.

Il *project finance* è dunque una formula complessa incentrata su due principali profili di funzionalità:

1. Il profilo finanziario, che come detto consiste nella ricerca di condizioni ottimali nel senso sia della finanziabilità dei progetti sia del costo del capitale;
2. Il secondo profilo è quello organizzativo e può essere visto come un sistema di contratti costruito appositamente per ridurre i costi d'agenzia.

Solitamente i progetti sono di grandi dimensioni e di orizzonte temporale lungo.

La particolare versatilità ha reso questa tecnica applicabile in più settori, per iniziative imprenditoriali private e anche nella gestione dei lavori pubblici.

2.4.2 La securitization

La securitization o cartolarizzazione è un'operazione che permette a un soggetto industriale o bancario di potersi finanziare attraverso la cessione di parte degli attivi di cui è titolare.

L'operazione standard prevede che un portafoglio di attività sia scorporato dal soggetto titolare (*originator*) e sia ceduto a uno SPV che per finanziarne l'acquisto, emette titoli di debito, generalmente associati a un rating, da collocare sul mercato finanziario. Il ricavato del collocamento dei titoli viene retrocesso dal SPV all'*originator*.

Lo stato patrimoniale di uno SPV è dunque costituito da una parte dalle attività acquistate dall'*originator* e dall'altra dalle passività, dai debiti verso i sottoscrittori delle note emesse e da una ridotta porzione di mezzi propri.

I capitali raccolti attraverso il collocamento vengono retrocessi alla società cedente gli attivi, mentre i cespiti acquistati dalla società veicolo diventano la garanzia del pagamento dei titoli emessi.

Per questa ragione gli strumenti di questa operazione vengono chiamati *ABS Asset Backed Securities*, ovvero strumenti finanziari supportati da attivi. È da sottolineare che i titoli emessi dallo SPV vengono divisi in tranche, che a loro volta ricevono una caratteristica differente di seniority e di rendimento. Il seniority indica l'ordine di priorità relativo al rimborso del debito in caso di default dell'emittente, mentre il rendimento è inversamente proporzionale a quest'ultimo e quindi correlato positivamente al grado di rischio presente in ogni singola tranche.

L'operazione viene costruita sul presupposto che le entrate connesse agli attivi trasferiti sono la fonte finanziaria utilizzata per i pagamenti ai sottoscrittori dei titoli.

Dal punto di vista delle imprese, bancarie e non, la cartolarizzazione è un'opzione che consente di affrontare e risolvere importanti problematiche connesse al business finanziario, in quanto è fonte di finanziamento che lascia immutata la leva finanziaria esistente. Questo vantaggio richiede però un costoso sforzo organizzativo da parte del cedente che è chiamato ad attivare sistemi e procedure per selezionare il portafoglio di attivi da trasferire, per reperire e mettere a disposizione tutte le informazioni rilevanti riguardanti tali cespiti e per gestire i rapporti con i debitori per conto dell'emittente delle ABS.

CAPITOLO 3

IL RUOLO DELL'INTERMEDIARIO FINANZIARIO NELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA D'IMPRESA

Premessa

In tutte le operazioni straordinarie analizzate nel capitolo precedente l'impresa è affiancata dagli intermediari finanziari; tra di loro le banche, grazie al bagaglio di competenze, agli ingenti capitali e alla mole di relazioni, riescono a fornire soluzioni, risposte alle diverse esigenze che si presentano all'impresa sia sotto il profilo della progettazione, sia per quanto riguarda la ricerca di soggetti disposti a finanziare l'iniziativa e sia a fornire capitali diretti nelle varie tecniche.

In definitiva la banca è sempre presente in questo tipo di operazioni che prevedono una messa in campo di processi articolati volti a fornire un supporto tecnico, legale e finanziario alle imprese che si apprestano a compiere un ricambio generazionale a livello dirigenziale.

I ruoli e i contributi specifici sono rappresentati nei paragrafi successivi.

3.1 L'intermediario advisor e arranger

Qualsiasi forma di raccolta finanziaria collegata a un progetto strategico, è legata a una fondamentale attività di progettazione dei diversi profili tecnici e alla accurata combinazione di risorse equity o di debito, utili per il successo finale dell'operazione stessa.

L'*origination* o l'interesse per una specifica transazione portano l'impresa a rivolgersi a intermediari finanziari che sono in grado di :

- Pianificare e realizzare operazioni di finanza straordinaria
- Ricercare controparti industriali funzionali al raggiungimento degli obiettivi sottostanti;
- Configurare un complesso intervento finanziario in grado di sostenere l'operazione.

Queste attività caratterizzano l'intermediario finanziario nelle vesti di advisor e arranger, mettendo a frutto il proprio *know how* e l'ampia rete di relazioni con il mondo industriale e con gli operatori finanziari. Sono delle prestazioni dal contenuto esclusivamente di consulenza.

L'*advisory* consiste in un'attività di consulenza orientata a fornire un supporto su alcune o tutte le fasi relative alla preparazione di un'operazione legata alla vita ordinaria o straordinaria d'impresa. La sua funzionalità è circoscritta nel predisporre un piano strategico, nella predisposizione di una due diligence, nella redazione di un piano di risanamento, nell'analisi di mercato e nella predisposizione di tutti quei documenti utili per la buona riuscita dell'operazione.

L'*advisory* è un'attività caratterizzata per il legame che si instaura con l'impresa, quindi non standardizzata, e incentrata sul superamento di tutte le problematiche tipiche di un'impresa che si trova in specifiche situazioni.

L'*arranging* è un servizio specifico della provvista finanziaria dell'intera operazione straordinaria d'impresa. Essendo i suoi contenuti consulenziali, può essere confuso con l'attività di *advisory*, ma le due funzioni hanno ruoli differenti. Se infatti in un primo momento l'*arranging* è di tipo consulenziale puro, nel senso che vengono messe a punto le priorità finanziarie e industriali da perseguire con il contributo dell'intermediario, in un secondo momento vi è la vera funzione con la quale l'intermediario costituisce l'operazione dal punto di vista delle esigenze finanziarie e delle modalità di reperimento delle relative risorse e si attiva sul mercato alla ricerca di altri soggetti finanziari e industriali che possano essere interessati alla execution dell'operazione.

La netta distinzione tra *advisory* e *arranging* nasce nel rapporto tra impresa-intermediario. Nella prima resta limitata tra 2 soggetti, impresa-intermediario, nella seconda il rapporto si apre ad altri soggetti quali gli operatori finanziari, le controparti industriali e le authority di mercato.

Nella fase di *arranging*, dopo aver svolto la fase di consulenza volta alla valutazione della realtà imprenditoriale, ad analizzare il posizionamento all'interno di un settore economico e ad individuare quale siano le soluzioni finanziarie disponibili per l'impresa, l'intermediario deve porre l'attenzione a capire quali siano i driver adatti per la creazione di valore. A questo punto si procede all'impostazione vera e propria dell'operazione, avendo cura di:

- Definire un pacchetto di linee di intervento in termini di importo, durata e caratteristiche necessarie per soddisfare al meglio le necessità emerse;

- Delineare per ogni tipologia di fabbisogno la fonte di copertura più opportuna avendo cura di garantire la massima flessibilità di utilizzo, ottimizzare la gestione della liquidità e riequilibrare la struttura finanziaria;
- Individuare le tipologie di intermediari finanziari da coinvolgere per l'esecuzione dell'operazione.
- Il lavoro svolto viene presentato all'imprenditore e tra i due si apre una negoziazione che può portare a modifiche o aggiustamenti del progetto e si resta in attesa dell'approvazione definitiva da parte dei competenti organi sia della società che della banca.

L'intermediario, soprattutto se bancario, a conclusione di questo pacchetto di interventi preliminare può agire in due modi. La prima consiste nel *closing* del *deal*, quando la banca stessa si fa carico dell'erogazione per intero delle risorse finanziarie. Questa non è frequentemente seguita, ma di solito viene perseguita in operazioni di piccolo taglio.

La seconda, la più usuale, è quando l'intermediario si rivolge al mercato per trovare altri operatori disposti a finanziare l'operazione condividendo il risultato e il rischio. Questa soluzione è la più utilizzata dagli intermediari bancari che hanno specifiche divisioni dedicate all'attività in esame e da quelli che debbono seguire specifiche strategie d'investimento del capitale e di bilancio, legati alla disponibilità di impiegare risorse con l'ammontare del proprio patrimonio di vigilanza. In questo contesto l'*arranger* si fa promotore di una politica di marketing fatta di incontri durante i quali presenterà l'operazione farà conoscere la società, rendendosi disponibile a fornire ulteriori informazioni a tutti quegli investitori e operatori che manifesteranno un concreto interesse.

L'importanza dell'attività di *arranging* risiede nella possibilità di alimentare una vasta attenzione sull'accordo e di coinvolgere un ampio numero di partner finanziari in modo da consentire la rapida chiusura dell'operazione. Se invece l'operazione non viene accolta in modo positivo dal mercato, si possono apportare modifiche per venire incontro alle condizioni indicate e facilitare la conclusione dell'accordo.

Risultano fondamentali, quindi, per l'*arranger* sia il network di relazioni di cui dispone e sia la reputazione che ha acquisito in tale ambito.

Sia l'*advisory* che l'*arranging* vengono remunerate con una commissione, per la seconda, variabile che è stabilita in un ammontare fisso del 2-3% dell'ammontare della raccolta finanziaria definitivamente acquisita e da una commissione fissa per quanto riguarda la prima.

3.2 L'intermediario collocatore

L'attività di collocamento di titoli sui mercati mobiliari, (IPO o OTC), rappresenta la più classica delle operazioni di *investment banking*.

Il servizio origina dal rapporto che si instaura tra l'intermediario *arranger* e l'impresa e va oltre alla fase di organizzazione della raccolta delle risorse finanziarie, con l'individuazione del soggetto chiamato a occuparsi della ricerca di sottoscrittori dei titoli emessi dall'impresa.

Il collocamento può far riferimento anche a un prestito sindacato e in questo caso l'*arranger* individua preventivamente con l'impresa quelle che saranno le condizioni di massima del finanziamento e verifica la disponibilità di altri intermediari a farsi carico della costituzione di un pool di banche. In sintesi l'attività si sostanzia nella costituzione di un consorzio o di un sindacato di collocamento, composto da un gruppo di intermediari bancari che operano guidati da una banca capofila (*lead arranger*) e che acquistano quote dell'operazione, siano esse tranches di un prestito in pool ovvero titoli da sottoscrivere. L'intermediario collocatore procede a ripartire il prestito in quote e a ricercare la sottoscrizione da parte delle banche che andranno a formare il sindacato. L'operazione si chiude all'interno del mercato bancario di riferimento e non comporta il ricorso al mercato mobiliare.

Nel caso di emissioni di strumenti finanziari sul mercato mobiliare, l'operazione risulta essere più articolata e complessa per attività e responsabilità.

Innanzitutto gli strumenti finanziari devono seguire norme più stringenti dettati dalla normativa prevista dalle autorità del mercato a tutela degli investitori pubblici e privati, e inoltre il pool di istituti che segue l'operazione deve costantemente informare sulla situazione e sugli accadimenti dell'impresa e sulle condizioni del contratto. Nell'individuazione delle banche da coinvolgere nel consorzio di collocamento, la banca capofila si rivolge normalmente agli istituti con i quali ha maggiori rapporti, consolidati nel tempo, ma procede anche a contattare altri potenziali partecipanti che abbiano disponibilità a collaborare al collocamento. Dopo successive consultazioni e ricevuto il consenso, si giunge a predisporre un accordo scritto, detto patto consortile, che stabilisce ruoli e responsabilità di ciascuno.

Nei collocamenti di grande dimensione e di livello internazionale si possono prevedere più consorzi, fra i quali il coordinamento è assicurato da un intermediario che assume il ruolo di global coordinator. Il consorzio si occupa del mercato domestico dell'emittente, mentre gli altri operano in diverse aree geografiche estere.

Per quanto riguarda lo specifico delle modalità operative, si possono configurare diverse tipologie di consorzio in base al rischio e ai costi.

Il consorzio di semplice collocamento, la forma più utilizzata, prevede l'intervento degli intermediari nella sola fase di distribuzione dei titoli con lo scopo di collocarli presso gli investitori al meglio (*best effort*). La funzione è quella di dare disponibilità delle proprie filiali e dei canali distributivi per raggiungere più facilmente i potenziali sottoscrittori. I ruoli sono in genere la banca capofila, la banca co-manager e le banche collocatrici.

Il rischio di un possibile insuccesso dell'operazione viene affidato alla banca capofila che ha il compito di organizzare una struttura di consorzio più complessa col fine ultimo di assunzione del rischio. Si tratta quindi, di consorzi *garantiti* dove l'emittente, a fronte di un costo più elevato, è sicuro l'intera emissione verrà sottoscritta. In tal caso si distingue tra due tipologie di consorzi: il *consorzio di collocamento e garanzia* e il *consorzio di assunzione a fermo*.

Nel primo caso il collocamento dei titoli ha luogo presso il pubblico e solo successivamente i partecipanti si accollano i titoli invenduti. In questa maniera si offre all'emittente un servizio aggiuntivo all'attività di diffusione distribuzione dei titoli, ovvero la concessione di un credito di firma che in relazione all'esito dell'operazione potrà estinguersi in un finanziamento mobiliare.

Quindi oltre alla banca capofila, alle banche collocatrici, al *managing group*, si ha l'*underwriting group*, ovvero i partecipanti al consorzio che in un secondo momento e

in base a un criterio di responsabilità solidale o personale, sottoscrivono gli eventuali titoli non collocati²⁵.

Nel secondo caso, invece, le banche acquistano direttamente i titoli dall'emittente impegnandosi a rivenderli successivamente al pubblico alle condizioni concordate.

L'emittente ottiene così due benefici:

- un vero e proprio finanziamento mobiliare, infatti le somme che presumibilmente si raccoglierebbero sul mercato sono anticipate dal consorzio;
- la traslazione del rischio dell'operazione di collocamento sulle banche associate.

Un fattore determinante in questo contesto è il tempo: è più lungo il periodo di esposizione dell'intermediario in quanto acquista i titoli prima dell'inizio della fase di collocamento. Sotto questa variabile è anche da considerare, l'aumento dei costi di gestione.

La *fee* riconosciute agli intermediari sono maggiori di quelle pattuite negli altri tipi di consorzio e in genere incorporano la differenza tra il prezzo di acquisizione dei titoli e quello presunto successivo di vendita.

Gli intermediari che impregnano il proprio capitale nella sottoscrizione dei titoli da collocare, oltre ad avere una determinata capacità finanziaria, debbono possedere notevoli capacità previsionali, valutando lo scenario finanziari esistente e prospettico e il momento più conveniente per lo smobilizzo dei titoli²⁶.

Completato il collocamento e la liquidazione delle commissioni alle banche partecipanti, il sindacato ha terminato il proprio lavoro e si scioglie.

²⁵ CFR. Caparelli, *Economia dei mercati finanziari. Il mercato azionario*. Milano (1998)

²⁶ F. Minetti, *Corporate banking e finanza straordinaria d'impresa*, Banca Editrice 2011 Roma.

Talvolta il *lead manager* interviene nei mesi successivi all'operazione, per regolare gli ordini di compravendita, controbilanciando eventuali ordini di vendita con propri acquisti, al fine di impedire il crollo del prezzo. L'intermediario, in questa fattispecie, si propone sul mercato in veste di *market maker*.

3.3 L'intermediario finanziatore

Per venire incontro al fabbisogno finanziario che si genera in operazione di finanza straordinaria, l'intermediario mette a disposizione dell'impresa risorse a titolo di debito, che vanno dal semplice affidamento fino alle forme ibride, come il prestito mezzanino, e che a loro volta vanno a combinarsi con le risorse conferite a titolo di mezzi propri.

I soggetti finanziari che vengono coinvolti nell'operazione valutano sia il ritorno economico e sia che ruolo svolgere per profilo di rischio ed esposizione. Questa valutazione viene sviluppata seguendo due direttrici : una rileva l'esame attento e approfondito dell'impresa che richiede la linea di credito; l'altra fa emergere i profili di rischio, i rendimenti e le garanzie all'interno della struttura finanziaria.

Le analisi possono essere condotte in modo differenti, ma tutte individuano la correlazione tra le fonti e gli impieghi e il rapporto tra le fonti di debito e i mezzi

propri, anche noto come *gearing ratio*. Questo indice è considerato molto sia dai creditori che dagli investitori, presenti e futuri dell'impresa, perché rivela la linea seguita dalla gestione aziendale per il finanziamento delle proprie operazioni. Infatti, se si tiene presente il paradigma rischio-rendimento, un eccessivo ricorso all'indebitamento finanziario porta a spostare il rischio d'impresa sul capitale di debito fornito dagli investitori esterni all'impresa.

Per tale motivo le banche risultano essere particolarmente attente all'esame di questo rapporto: se il livello d'indebitamento è troppo alto rispetto ai mezzi propri, l'impresa non potrebbe essere in grado di rimborsare il capitale affidatole, o anche semplicemente non riuscire a rispettare le scadenze previste dal contratto di finanziamento.

L'eventualità che la società sia inadempiente, o in default, viene stimata sulla base del pacchetto informativo costruito per giudicare in modo accurato e completo la realtà aziendale da finanziare. È quindi prassi dell'intermediario finanziario effettuare anche l'analisi della sostenibilità del debito da parte dell'impresa. L'indagine, svolta a 360 gradi, serve a esaminare gli aspetti principali dell'azienda ed è finalizzata a verificare la capacità dell'impresa di produrre i margini economici attesi e i flussi di cassa per far fronte al servizio del debito.

In ordine alle modalità d'utilizzo e di successivo rimborso delle risorse, l'impresa può attingere al capitale in una o più soluzioni entro un periodo prestabilito e potrà rimborsarlo secondo diversi modi:

- lo schema *bullet*, che prevede la restituzione dei fondi alla scadenza;
- la tipologia *amortising*, con rate versate in modo progressivo durante l'arco dell'operazione;
- la modalità *revolving*, con la quale è riconosciuta all'impresa la possibilità di variare l'entità dell'affidamento in modo da attingere al capitale entro periodi stabiliti in relazione alle proprie necessità.

Per un intermediario la forma *bullet*, rappresenta la forma più rischiosa in quanto mantiene inalterata la forma creditizia per l'intera operazione, e per questo motivo, viene applicato un costo del capitale più elevato. Per la modalità *amortizing*, si nota che esiste la possibilità di modulare il rientro del debito e consentendo l'accesso alle risorse finanziarie con costi contenuti. Per la tipologia *revolving* infine, il costo che l'intermediario applica per il finanziamento è molto più contenuto in quanto questa forma di rimborso presenta una maggiore flessibilità.

Il sistema di garanzie (*security package*) programmato a tutela degli interessi dei soggetti finanziatori sortisce un duplice effetto positivo; da un lato infatti migliora le condizioni dell'affidamento con l'applicazione di uno spread più contenuto, dall'altro fornisce agli intermediari forme di tutela che influiscono sulla decisione di prendere parte all'intervento. Normalmente queste garanzie sono strutturate su due livelli: le garanzie reali e finanziarie, che costituiscono una sorta di ritorsi delle perdite o dei danni economici di qualsiasi forma che al finanziatore possono derivare dagli inadempimenti societari; i *covenant* e gli *undertaking*, che consistono in clausole contrattuali a tutela dei finanziatori che vincolano la gestione del rispetto di alcuni coefficienti di bilancio che vincolano la gestione al rispetto di alcuni coefficienti di bilancio e limitano l'operatività dell'impresa con lo scopo di mantenere entrambe all'interno degli ambiti e delle dinamiche che hanno definito ex ante lo scenario posto alla base del finanziamento.

La relazione istruttoria tipo, che si effettua in operazioni del genere, si articola dunque nei seguenti punti :

- la presentazione dell'operazione e della relativa struttura,
- l'oggetto della richiesta di finanziamento,
- la posizione di rischio e le pregiudizievoli,

- l'interrogazione della Centrale Rischio²⁷,
- l'indicazione degli sponsor,
- il profilo societario,
- il contesto di riferimento e il posizionamento competitivo,
- i dati economico-finanziari storici,
- analisi del business plan e delle previsioni economico-finanziarie.

L'iter si conclude con un giudizio complessivo sull'impresa, in termini di merito creditizio, e sul deal, in termini di adeguatezza del rendimento dell'operazione al rischio dell'affidamento, motivando così la decisione di procedere o meno.

Nel caso in cui l'operazione dia stata originata dallo stesso intermediario, questi procede alla definizione contrattuale del finanziamento per poi giungere alla stipula dell'erogazione.

Se invece si tratta di una partecipazione a un prestito sindacato originato da altri soggetti, dopo averne deliberato l'adesione, l'intermediario sottoscrive una lettera di *commitment*, con la quale comunica all'istituto incaricato di costituire il pool di aver accettato le condizioni economiche del finanziamento e l'importo per il quale intende impegnarsi.

Successivamente all'erogazione, i rapporti consisteranno nel monitoraggio del regolare andamento del contratto attraverso la verifica del rispetto degli obblighi contrattualmente assunti in termini di pagamento di interessi e di quote di capitale convenute, da parte dell'impresa.

²⁷ La Centrale Rischio è una banca dati gestita dalla Banca D'Italia, nella quale sono archiviate le informazioni sulla solvibilità dei clienti affidati dagli istituti creditizi.

3.4 L'intermediario conferente risorse a titolo di rischio

L'investimento in capitale di rischio da parte degli intermediari finanziari si propone l'obiettivo della realizzazione nel medio termine di un importante guadagno attraverso la cessione delle partecipazioni acquisite. L'attività comporta anche un coinvolgimento, più o meno intenso, nell'attività imprenditoriale.

L'interesse è quello di investire in imprese guidate da imprenditori validi capaci di realizzare iniziative di business che presentino prospettive di crescita dimensionale e redditizia.

Il rapporto poggia su elementi che superano la natura finanziaria ed è per questo motivo che gioca un ruolo importante l'aspetto fiduciario: è necessario che l'intermediario abbia la massima considerazione dell'imprenditore e del management dell'impresa, ma è altrettanto importante che gli stessi siano convinti che l'apporto finanziario e professionale dell'investitore istituzionale sia tale da rafforzare il processo di sviluppo dell'azienda.

In effetto, l'apporto di una banca, con l'acquisizione di una partecipazione, si estende anche alle strategie, ad aspetti di marketing e di riorganizzazione, alla gestione dei rapporti nazionali e internazionali in campo finanziario e non.

L'attività di investimento in capitale di rischio consente di collegare tra lo spirito imprenditoriale, capacità manageriali e organizzative, contatti nazionali e internazionali, risorse finanziarie e capitali per promuovere lo sviluppo di nuove imprese o per consolidare o rilanciare aziende già esistenti.

La logica che guida l'investimento è sempre di matrice imprenditoriale, con la ricerca di guadagni di capitale da realizzare attraverso l'atto di disinvestimento fissato in un arco di tempo legato alla tipologia dell'intervento.

L'acquisizione di partecipazioni può avvenire in diversi momenti di vita dell'azienda, in ognuno dei quali l'intervento si qualifica per le differenti caratteristiche di rischio dell'operazione. Questi sono: l'early stage financing, l'expansion financing, in management leveraged buy out, il bridge financing, il turnaround.

E' possibile individuare un percorso che definisce e qualifica il processo di investimento e può essere così schematizzato:

- individuazione dell'impresa target
- analisi del profilo imprenditoriale
- valutazione accurata dell'azienda e della struttura dell'operazione
- trattativa e definizione dei termini negoziali e del prezzo
- monitoraggio dell'operazione
- disinvestimento

L'istruttoria non può prescindere dalla valutazione dell'imprenditore e del management con cui l'investitore deve condividere le sorti del business e da cui dipenderà il ritorno economico dell'investimento.

In merito al profilo strettamente industriale, le aree specifiche su cui l'investitore istituzionale pone la sua attenzione sono la tipologia di business, la dimensione del mercato, il posizionamento competitivo, gli investimenti programmati e il piano di marketing.

L'investimento segna l'inizio di un periodo di collaborazione tra le parti ed è necessario che per contemperare i relativi interessi si proceda ad una regolamentazione

contrattuale, specificando quali ruoli l'investitore, l'imprenditore ed il management debbano rivestire.

L'intermediario procede a nominare propri rappresentanti negli organi societari dell'impresa, al fine di prendere parte alle decisioni più rilevanti e di essere costantemente informato sugli accadimenti aziendali.

Possono dunque nascere delle controversie tra il management e gli amministratori; solo la prolungata permanenza dell'azienda nel portafoglio dell'investitore fa sì che il rapporto possa progressivamente svilupparsi anche sulle basi della fiducia.

CONCLUSIONI

La peculiarità dello sviluppo economico italiano, concentrato nei decenni '60 e '70, periodo in cui ha avuto origine più di due milioni di nuove imprese, ha fatto sì che oggi una larga fetta della imprenditoria italiana si trovi a dover affrontare il problema del ricambio generazionale, che rappresenta il momento di discontinuità più rilevante per un imprenditore, per la sua azienda e per la sua famiglia.

Sembra ovvio che ricorrere a modalità standardizzate non sempre sia possibile, se si fa riferimento al contesto dove l'impresa è inserita. Le difficoltà nascono dal fatto che le logiche che guidano le scelte familiari (affetti, solidarietà, tradizioni) non sono sempre coerenti con quelle a cui deve sottostare l'impresa (regole, merito, mercato).

La mancanza di eredi interessati alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale, l'eccessiva parcellizzazione dell'attività imprenditoriale, della proprietà azionaria tra una molteplicità di eredi ed eventuali conflitti interni nella definizione dei fini e delle strategie d'impresa rappresentano, infatti, condizioni di stimolo per operazioni di FBO. Questa tecnica, se pianificata in tempi giusti, può consentire alle società di espandersi

o di risollevarsi da difficili situazioni, soprattutto se si fa riferimento a un contesto competitivo e internazionale come quello attuale.

Si ritiene che quest'operazione, così com'è stata disegnata e disciplinata, possa essere la risposta a molte delle esigenze di un mercato che, in seguito alla crisi, ha ridotto di molto gli incentivi alla crescita, a partire dalla stretta creditizia. In essa infatti manager, imprenditori e non solo, possono trovare una potenziale risorsa per dar vita a quelle idee di business che, altrimenti, rimarrebbero solo tali.

Rimandare non è più possibile, se si pensa che più di una azienda su cinque dovrà affrontare il tema del ricambio generazionale nei prossimi cinque anni, tenendo conto che il 30% di questo tipo di imprese all'anagrafe ha più di settanta anni.

Questo appare un passaggio importante per le imprese e per l'economia nazionale, se si considera che la natura familiare è una pietra fondante del nostro tessuto produttivo.

Separare l'impresa dalla famiglia, adottare una governance moderna, premiare le competenze, definire un quadro di regole condivise, prepararsi all'imprevisto, coinvolgere attori terzi e privilegiare una prospettiva di processo, sono le sette regole base proposte, in grado, secondo gli studiosi, di garantire un passaggio generazionale di successo. «Un momento delicato - spiegano Guido Corbetta e Alessandro Minichilli - perché solo il 30% delle aziende sopravvive al proprio fondatore e solo il 13% riesce ad arrivare alla terza generazione». In questo contesto gli istituti di credito hanno adottato, all'interno della propria struttura, un modello innovativo in grado di affiancare l'impresa in tutto il suo percorso.

BIBLIOGRAFIA

La ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese” in Banca d’Italia, vol. II, Roma, 1994.

Caselli S., *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

Caselli S., *La domanda dei servizi finanziari delle imprese in Italia*, in Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2001.

Caselli S., *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

Cfr. PANNELLI M. “ Cambio generazionale: i piani di risanamento”. Ipsoa, Maggio, 2011.

Davis P., “Realizing the Potential of Family Business”, *Organizational Dynamics*, vol. 12, n.2, 1983.

Shanker M.C., Astrachan J.H., “Myths and Realities: Family Assessing Family Business Statistics”, *Family Business Review*, vol. 9, n. 2, 1996.

Dell’Amore G., *Le fonti del risparmio familiare*, Milano, Giuffrè, 1962.

Ferrero G., *Impresa e Management*, Milano, Giuffrè, 1989.

Cfr. Demattè C., Corbetta G., *I processi di transizione delle imprese familiari*, Mediocredito Lombardo (Studi e Ricerche), Milano, 1993.

Cfr. Schillaci C.E., *I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari*, Giappichelli, Torino, 1990.

Cfr. Bauer M., *La successione nelle imprese familiari , Profili aziendalistici, fiscali e societari* Francesca Cesaroni, Massimo Ciambotti, Franco Angeli, Milano, 2011.

Cfr. DI MAURO C., *le operazioni di leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari.* Ipsoa, Milano, 2006, pag.346.

Cfr. SANDRI S., “*Il leveraged buy out negli Stati Uniti*”, in : *Il Risparmio*,n. 4/87, Giuffrè,1987.

Cfr.DI MASCIO A., *Crescita e governante nelle imprese familiari*, Egea, Milano, 2008, pag. 271

Cfr. TARTAGLIA E., *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità.* Maggioli, Milano, 2009,pag.63.

CFR. Caparelli , *Economia dei mercati finanziari. Il mercato azionario.* Milano ,1998.

F. Minetti, *Corporate banking e finanza straordinaria d'impresa*, Banca Editrice, Roma, 2011.

F. Ferrarri, *Il passaggio generazionale delle Pmi. La gestione della trasmissione d'impresa tra rischi e opportunità*, Franco Angeli, Milano, 2006.

